

MORIXE HNOS SACI

Cotiza en la bolsa de Comercio de Buenos Aires (Mori)

Investment Recomendation: Market Outperform

- Las nuevas tecnologías adquiridas mejoraran los márgenes logrados a través de una eficiencia operativa.
- La instalación de la nueva planta de Benito Juárez incrementará el volumen de producción factor importante para obtener una mayor participación en la demanda del mercado.
- El crecimiento de la compañía está directamente afectado por el comportamiento de la economía del país. De mantenerse las estimaciones futuras del PBI de Argentina el riesgo de variación del precio objetivo de la acción sería mínimo.
- Morixe se encuentra estrechamente ligada a la regulación gubernamental, lo que se podría convertir en un factor determinante de oportunidad o riesgo para el crecimiento de la empresa.

Precio objetivo de la acción a Mayo 2010 es de \$ 4,42

Tabla de valuación con los resultados salientes de la valuación

VALUATION	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
EPS	\$ 0,32	\$ 0,44	\$ 0,61	\$ 0,88	\$ 1,22
P/E	10,81	9,09	7,56	5,97	4,76
CFPS	\$ 0,11	\$ 0,36	\$ 0,36	\$ 0,51	\$ 0,76
P/CFPS	37,08	11,39	11,35	7,98	5,42

Capitalización bursátil, datos financieros y de cotización.

CAPITALIZACION BURSATIL	
Capitalización total de la Empresa	\$ 40.180M
Valor de la Empresa	\$ 10.078M
Cantidad de Acciones	9.800M
Free Float	4.607M
Grupo Controlante	5.193M
Volumen promedio diario (6 Meses)	26.556
Rango 52 semanas	\$4,40 - \$1,45
Performance de la Acción 12 meses	-46,76%
Tasa de dividendos	0%
Valor Libro por Acción	\$ 2,15
Beta vs. Merval (Fuente: Bloomberg)	0,717

Analistas:

Lina Rivero
Maritza López Méndez
Osvaldo Pugliese
Ricardo Joaquín Ramos

Tutor:

Lic. Mariano G. Merlo

Datos de la compañía:

Ubicación: Federico García Lorca 210 520 (Capital Federal)

Industria molinera

Descripción: Morixe Hnos. es una empresa dedicada a la molienda, producción y comercialización de harinas y sémolas pastas y cereales.

Principales productos y/o servicios:

- 📌 Harinas (Harinas de Consumo familiar - Harinas de trigo especiales clasificadas - Germen de trigo -
- 📌 Aceite de germen de trigo)
- 📌 **Sémola**
- 📌 **Fideos**
- 📌 **Cereales para Desayuno**
- 📌 **Subproductos** (Nutrición animal -Otros subproductos)

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN.

Figura 1: Evolución del precio y el volumen en los últimos 8 años



Fuente Economatica

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Nuestra evaluación efectuada por el método del descuento de flujo de fondos proyectados de los próximos 4 años y el cálculo de un valor terminal estimado para Morixe Hnos., nos estaría arrojando un resultado por acción de \$ 4,42. Teniendo en cuenta el análisis de sensibilidad para las variables claves nos arrojaría este análisis un precio por acción de \$ 5,95, lo que representa un 45% superior al valor actual de la acción en el mercado Argentino.

Resulta importante destacar que la acción osciló en ésta ultima semana entre los \$4,23 y \$4,10, éste ultimo fue el precio al que cerró.

El driver económico que hemos utilizado para la proyección son los ingresos operativos, y supuestos en las políticas de créditos y deudas que repercuten en el flujo de fondos de la compañía.

TESIS DE INVERSIÓN

El futuro crecimiento y las ganancias de Morixe Hnos. Dependerán de las variables económicas generales del país y de la industria molinera en particular.

Las perspectivas de crecimiento para los años venideros no serán afectadas drásticamente por la crisis mundial, ya que al considerarse los productos farináceos derivados del trigo como bienes inferiores ó de primera necesidad, por lo que se produciría un efecto sustitución en la canasta de consumo.

El crecimiento de las ventas se proyecta en base a la elasticidad del crecimiento de las mismas con respecto al PBI proyectado (Fuente HSBC – The Economist). Para la proyección del crecimiento de las ventas en los próximos 4 años hemos aplicado la elasticidad promedio de los últimos 10 años al PBI proyectado.

Asimismo, debido a las últimas inversiones en adquisición de maquinarias e incorporación de nueva tecnología en su planta de Benito Juárez, la compañía debería ser capaz de mejorar sus márgenes de utilidades en los próximos períodos a través de una mejor eficiencia operativa.

Actualmente las cuentas a cobrar en función a las ventas tienen un alto ratio aunque han bajado ya que el precio del trigo ha ido disminuyendo en los últimos meses. Dicho rubro se encuentra afectado principalmente por créditos por compensaciones que la ONCCA debe con más de 4 meses de atraso (el ultimo pago se realizo en enero correspondiente a las compensaciones de los meses de agosto y septiembre del año 2009), lo que hace que la empresa sea la que financie el precio final al consumidor regulado por el estado.

Debido a la crisis financiera imperante en el ámbito mundial y nacional la empresa deberá fijar una política más restrictiva del crédito, y para ello hemos que podrá mantener un promedio de días de cobro de 40 días, obtenido por los datos de años normales.

La crisis financiera provocará una necesidad inmediata de fondos por parte de los proveedores, principales financiadores de toda la actividad, por lo que creemos que el ratio cuentas a pagar sobre ventas deberá bajar drásticamente, afectando el flujo de fondos en el próximo año, para luego ir recuperando paulatinamente su posición inicial al término del plazo de la proyección, manteniendo una política de pago promedio de 80 días de sus deudas comerciales.

	0	1	2	3	4
Variación del Capital de Trabajo	(\$1.255.007)	\$1.620.148	\$2.681.984	\$3.874.620	\$4.827.153

Las políticas estimadas sobre las variables que afectan el capital de trabajo de la compañía en los períodos de proyección, estimamos que serán lo suficientemente optimas para mantendrán un ciclo operativo de 140 días y un ciclo financiero de 22 días.

	may-08	may-09	may-10	may-11	may-12	may-13
Días Ctas. A Cob.	41	39	40	40	40	40
Días O. Ctas. A Cob.	65	55	55	55	55	55
Días Ctas. A Pag.	83	64	80	80	80	80
Días O. Ctas. A Pag.	14	34	38	38	38	38
Ciclo Operativo	155	154	140	140	140	140
Ciclo Financiero	58	56	22	22	22	22

Morixe debe permanecer con la misma política de financiamiento con proveedores y tratar de optimizar el ratio de cobranzas.

Amenazas:

- **Materia Prima:** Alta variabilidad climática que afecta la calidad y los rendimientos de las cosechas
- Falta de acuerdo entre el gobierno y los productores de trigo en cuanto a las retenciones y el bajo margen de los productores que ponen en riesgo las cosechas de 2010-2011, se espera que la cosecha sea una de las peores de los últimos 10 años, ya que se han ido reemplazando los cultivos de trigo por soja (menores costos, mas rentable). Además, Se estima que a nivel nacional un 10,4% del área implantada de trigo no fue cosechada con destino a grano, sino que se utilizó como verdeo o para alimentar animales.
- Demoras en el pago de las compensaciones (mas de 4 meses) por parte de la ONCA.
- Debido al alto costo o ausencia del financiamiento en Argentina, la empresa no ha tomado deuda financiera de largo plazo y se ha financiado principalmente con proveedores, capital propio (Reinversión de utilidades).

Oportunidades:

PRINCIPALES AMENAZAS Y OPORTUNIDADES

- **Mix de producto:** En Argentina, la mayoría de los productos farináceos derivados de trigo son considerados bienes inferiores, lo que significa que su consumo es inversamente proporcional al ingreso de las familias.
- Buscar un aumento en la producción de los productos farináceos ya que su rentabilidad es más alta y de presentarse la situación de aumento del consumo de bienes inferiores significaría una oportunidad.
- Aumento del consumo de bienes inferiores en el mediano plazo.
- El Banco Nación otorga créditos a los molinos de trigo, bonificando la tasa de interés, en operaciones de compra de un millón de toneladas de la campaña 2009-2010 a pequeños y medianos productores.
- El gobierno anunció recientemente la compra de entre 1 y 2 millones de toneladas de trigo para mantener el precio, "...en cumplimiento con su promesa al campo Argentino".

VALUACIÓN DE LA EMPRESA

Target Price: \$ 4,42

	2009	2010
Valor Flujo Futuro + Valor Terminal	33.612.588	39.220.161
Valor activos no operativos	10.520	5.831.379
Valor deuda financiera	640.038	1.780.943
Total	32.983.070	43.270.597
Acciones	9.800.000	9.800.000
Valor accion	3,37	4,42
Precio Objetivo a Mayo/2010		4,42

El precio de la acción fue determinado por el método de Free Cash Flow.

Adicionalmente, para comprobar la valuación que hemos hecho se ha efectuado un análisis de sensibilidad sobre las variables tasa de descuento y tasa de crecimiento para el calculo del valor Terminal y aplicando probabilidades de ocurrencia para cada escenario.

Var. WACC	Tasa de Crecimiento 10%			
	-2%	0%	2%	4%
-15%	5,13	5,93	7,13	9,11
-10%	4,68	5,32	6,24	7,65
0%	3,98	4,42	5,00	5,81
8%	3,57	3,89	4,32	4,89
12%	3,39	3,68	4,05	4,53
PRECIO PROMEDIO	\$	5,13		
PROBABILIDADES	10%	75%	10%	5%
PRECIO PROMEDIO (C/PROB.)		\$ 5,94		

Los márgenes resultan inferiores a los de sus competidores, quizás debido principalmente a la

falta de uso de eficiente de sus activos fijos. Asimismo, el EV es 3 veces su EBITDA, lo que nos mostraría que quizás esté sobrevalorada respecto a sus principales competidores de la industria molinera.

	MORIXE	SEMINO	PROM. BIG	MOLINOS	ARCHER (US)	CORN PROD (US)
PVL (Precio/Valor Libro)	0,7	1,1	1,4	2,0	1,2	1,1
Price Sales Ratio	0,2	0,8	0,3	0,3	0,2	0,2
Precio/EBITDA	3,4	2,4	3,2	3,6	3,7	2,8
EV/EBITDA	3,3	2	4,5	5,0	4,8	3,3
EV/EBIT	4	2,8	5,5	6,0	5,7	4,3
Margen Bruto	18,3	38,3	11,3	9,5	6,4	17,1
Margen EBIT	5,6	23,4	7,6	6,9	4,8	11,1
Margen Neto	4,8	14,9	4,2	2,6	3,2	6,1
Margen EBITDA	6,9	25,9	9,4	8,3	5,7	14,1
ROA	8,7	18,2	7,1	5,6	7,4	8,1
ROE	14,5	22,4	18,0	16,6	19,4	17,1

ANÁLISIS INDUSTRIAL

Tamaño de la industria:

Esta industria se conforma por unas 150 empresas, distribuidas a lo largo y ancho de las regiones productivas y consumidoras con un mercado interno estabilizado que consume unos 90 kilogramos de harina por habitante y por año.

Según un informe de la Federación Argentina de la Industria Molinera (FAIM), se estimaba que por la crisis que afecta al comercio internacional, en el semestre octubre 2008-marzo 2009 las ventas totales al exterior de este producto disminuirían un 25%, respecto del período octubre 2007-marzo 2008. En la campaña 2008/2009 las exportaciones cayeron efectivamente un 22% equivalente a 300.000 toneladas menos que la campaña anterior. Estas pasaron de 1.5 millones de toneladas a 1.2 millones de Tn.

El principal destino de las exportaciones conjuntas de harina y de premezclas de harina de trigo es Brasil.

Los diez primeros jugadores del negocio concentran el 53% de la producción y el 78% de las exportaciones de harina.

Competidores Nacionales

Los competidores Nacionales más prominentes de Morixe son los siguientes:

Andrés Lagomarsino

Las exportaciones se realizan a países cercanos, África y Asia, como así también el Caribe, y Brasil, donde la empresa se ha radicado con la firma FARISUR, de la que detenta la totalidad del capital. Las exportaciones con este destino se han desarrollado en forma exponencial, contando actualmente con 21 representaciones en diferentes estados, lo que ha transformado a LAGOMARSINO en uno de los principales exportadores de harinas a dicho país, con un potencial muy importante en el desarrollo del Mercosur.

- Capacidad de molienda- 40.000 toneladas mensuales
- Producción actual- 36000 ton/mes
- Ventas anuales- \$270 millones
- Exportaciones anuales- \$14 millones
- Mas de 230 productos, 244 marcas nacionales y 17 marcas internacionales.

Molinos Río de La Plata (Bolsa de Comercio de Buenos Aires - Moli)

Se trata de la mayor empresa alimenticia del país, con más de un siglo de antigüedad en el mercado. Su principal actividad es la producción y venta de productos congelados y refrigerados, harinas de trigo, así como también las pastas frescas y secas, que se comercializan en más de 50 países. El capital social de la empresa es controlado desde 1999 por la familia Pérez Companc.

Cabodi

Fundado en 1853, su principal insumo es el trigo (600 toneladas de trigo sucio por día), y sus productos más importantes son: harina leudante, para uso industrial y las tradicionales de 3 y 4 ceros.

Juan Semino (Bolsa de Comercio de Buenos Aires – Semi)

Fundada en 1941, Molinos Juan Semino es el mayor productor de almidón y gluten de trigo del país. La empresa comercializa sus productos en Argentina y los exporta a Brasil, Uruguay, Chile y EE.UU. Cuenta con la producción del 13% del mercado Argentino de harinas.

Competidores Internacionales

Archer Daniels Midland Company (NYSE)

A.D.M. es uno de los mayores procesadores agrícolas del mundo. Como eslabón vital entre los granjeros y los consumidores, obtiene las cosechas y las procesa para producir ingredientes de alimentos, ingredientes de alimentos animales, combustibles renovables y alternativas naturales para químicos industriales. Debido a que todo lo que hace A.D.M. comienza con la agricultura, la asociación con la comunidad granjera es vital. Los granjeros son fundamentales para la economía global, y por ello trabaja para poder serles fundamental, creando miles de productos a partir de sus cosechas, y cientos de mercados para sus cosechas. Una facturación anual de USD 36,6 billones, y 26.800 empleados.

Cargill

Cargill es una empresa estadounidense cuyas actividades principales son el procesamiento y exportación de cereales, oleaginosas, aceites, malta, harina de trigo, harinas proteicas, carne vacuna, y la importación y distribución de fertilizantes.

Desde 1947 Cargill ha contribuido al desarrollo del sector agrícola en Argentina y ha promovido la expansión de oportunidades por exportación de productos agrícolas. En los últimos 15 años, Cargill se ha hecho la principal exportadora de estos productos agrícolas en Argentina. Cargill cuenta con 40 localidades en todo el país cuales son plantas procesadoras, puertos, acopios y centros operativos. Tiene 3,600 empleados en Argentina y exporta 90% de su producción a China, España, Perú, Egipto, Brasil, Holanda, India, Corea, Malasia y Chile. Gracias su posición mundial, Cargill tiene el poder a exportar a cualquier mercado que pide sus productos. Cargill ha tenido éxito en Argentina porque la productividad de cultivos en este país es una de la más grande del mundo.

Factores Macroeconómicos:

Los principales factores macroeconómicos que influyen en la industria son:

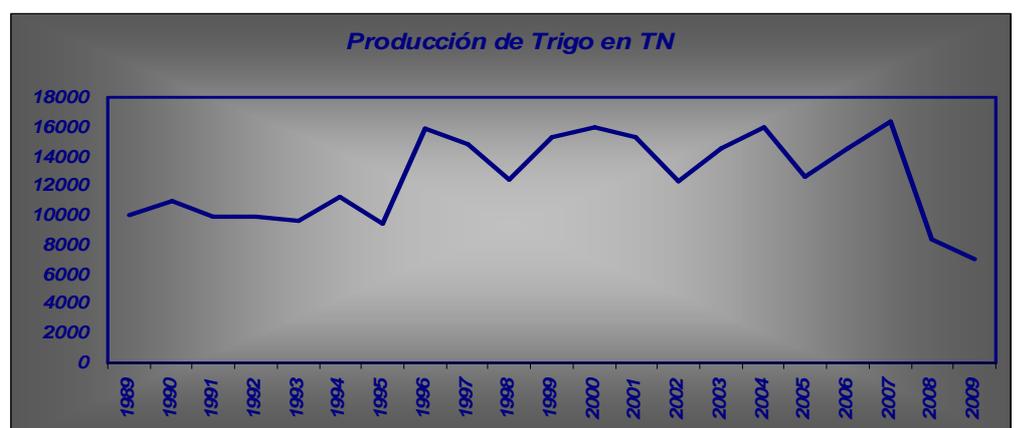
- Mayores restricciones para arancelarias en Brasil y Bolivia.
- Apertura brasileña a trigo y harinas del NAFTA.
- Subsidios a la producción y/o financiamiento a la exportación en EE.UU. y Europa.
- Gran competitividad de la industria brasileña debido a economía de escala y políticas

activas por parte del gobierno.

- El aumento de la demanda energética por encima de su capacidad de generación, puede dejar a toda la actividad económica sujeta a su disponibilidad para poder operar con normalidad.
- La actividad del sector se encuentra influenciada también por los efectos de la inflación y la posibilidad o no de su traslado a los precios.
- La volatilidad en los mercados cerealeros internacionales generó claras ventajas comparativas para la Argentina, lográndose con éxito la colocación de excedentes de exportación a diferentes países de la región.
- Se generó un ambiente favorable para la industria molinera Argentina a partir de los inconvenientes que tuvo Australia con la última cosecha de trigo, consecuencia de esto se abrieron las puertas para la entrada de los productos farináceos a nuevos mercados.

Situación Actual del trigo

- En Argentina en los últimos años, se ha iniciado un proceso de diferenciación encarado principalmente por la industria molinera, que necesita trigos diferenciados para poder satisfacer la demanda de clientes que requieren harina para productos específicos.
- El trigo argentino es considerado como “sucio”, hecho que determina una pérdida importante en la calidad y consecuentemente en el precio que inevitablemente la cadena traslada hacia abajo y termina afectando principalmente el bolsillo de los productores.
- Se estima que la sequía del último año fue la peor de los últimos 70 años. La cosecha 2009/10 fue de 8,3 millones de toneladas casi un 50% inferior a las 16,3 millones de toneladas en el periodo 2008/09.
- Morixe debería considerar la opción de compra de futuros para mitigar la posible crisis de abastecimiento de trigo para los próximos años.



Determinantes del precio:

- La información disponible indica que la principal erogación de la industria correspondía al consumo de materias primas y materiales, que representaba el 63,39 % de las erogaciones totales.
- En segundo lugar, se encontraban la remuneración al trabajo (agrupándose en este concepto los sueldos y salarios brutos, contribuciones patronales, indemnizaciones,

personal de agencia y personal que factura), con una participación sobre el total de erogaciones igual al 10,33 %.

- El gasto en energía eléctrica representaba el 2,01 % de las erogaciones totales. Por su parte, la participación del rubro gas, combustible y lubricantes se aproximaba al 0,48 %.
- Los pagos en concepto de intereses eran iguales al 4,12 % del total de erogaciones; mientras que las amortizaciones representaban un 2,78 %.
- Otro componente destacado de las erogaciones son los servicios. En este caso, la sumatoria de fletes, mantenimiento, técnicos, publicidad, servicios financieros, alquileres, comunicaciones, seguridad, etc., generaba un gasto muy significativo que podría equivaler a alrededor del 10 % del total de gastos, dependiendo esto de las dimensiones del molino, su ubicación, la distancia al destino de venta, etc.
- El cambio en los precios relativos producido a partir de la salida de la Convertibilidad puede haber modificado estos porcentajes; habida cuenta del fuerte incremento de los precios de las materias primas y otros bienes transables en relación a los servicios y los costos laborales.
- Dada la incidencia en los precios de los principales componentes de la canasta básica, se hizo necesario la intervención del estado para que esos mismos precios pagados por la industria molinera no se trasladaran a los costos internos, esto dio lugar al sistema de compensaciones por las compras realizadas. Los esfuerzos del gobierno se centraron en tratar de preservar el poder adquisitivo de los sectores de menores ingresos, recurriendo a distintos instrumentos que impactaron tanto a nivel del mercado local como el de exportación. Sin embargo la demora en que incurre el sistema para el pago de las mismas hace que los molinos sean financiadores del menor precio que llega a los consumidores, el problema en este momento es sumamente serio, considerando el tamaño de la compensación en relación al precio del trigo y el atraso que lleva su liquidación.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA **Historia, ubicación geográfica e infraestructura**

Morixe Hermanos fue fundada en 1901 por Francisco Morixe Cotiza desde 1961 en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Su planta molinera se encuentra ubicada en Benito Juárez.

Es una empresa dedicada hace más de un siglo a la producción y comercialización de harinas de trigo y sémola. Asimismo, es pionera en la industria argentina de molienda, posee tecnología de última generación, instalaciones de producción y equipamiento que cumple satisfactoriamente con los diversos requerimientos de los mercados locales e internacionales.

En el 2001 tocaron fondo, dejaron de producir y vendieron el molino en Caballito. Pero con la planta parada, personal despedido sin indemnización y pedidos de quiebra permanentes, la meta era recuperar el prestigio del molino y volver a reposicionarlo en el mercado. Al poco tiempo lo pudieron lograr.

La recuperación del molino comenzó a gestarse a partir de una propuesta del Centro de Panaderos de la Capital Federal la cual le pedía a la empresa elaborar unos 2.000 kilos diarios de harina, de esta forma empezó la reactivación de la planta y al mismo tiempo una lenta recuperación de la empresa.

Otros aspectos que ayudaron fue el de no llamar nunca a convocatoria y el no tener deudas con los bancos, pues se habían cancelado con la entrega de activos, entre ellos el terreno de la planta de Caballito.

También pudieron renegociar las deudas con los servicios públicos, pues les habían cortado la luz, el gas y el agua.

A partir de la venta del terreno en Caballito, Morixe decidió mudar sus instalaciones y reinvertir cerca de u\$s 700 mil en la planta molinera de Benito Juárez. Ampliaron una fábrica que habían comprado en el 1994, llevaron algunas máquinas de la planta de Caballito pero también incorporaron maquinaria de última tecnología.

La compañía posee una de las plantas industriales más grandes del país para la elaboración de sémola y hace unos años, en un esfuerzo de integración vertical, incorporó una moderna fábrica de pastas.

Productos y/o servicios

Una completa línea de productos ha hecho de Morixe una empresa líder en el mercado con una capacidad de molienda de 750 toneladas de trigo pan y 130 toneladas de sémola.

Sus líneas de negocio son:

- **Harinas**
 - Harinas de Consumo familiar
 - Harinas de trigo especiales clasificadas
 - Germen de trigo
 - Aceite de germen de trigo
- **Sémola**
- **Fideos**
- **Cereales para el desayuno**
- **Subproductos**
 - Nutrición animal
 - Otros subproductos

Actualmente la empresa tiene una producción mensual de 10.000 toneladas de harina (5.000 en su planta y otros tantos en molinos alquilados) y recuperó casi el 70% de los clientes (en su gran mayoría panaderos) que tenía antes de parar su producción.

Estrategia

El éxito de la compañía durante estos años se basó en un gran esfuerzo de las áreas de investigación y desarrollo, soporte técnico, excelente servicio, rápida solución a los problemas de los clientes y el continuo mejoramiento de los procesos de elaboración.

Otro aspecto importante es que sustenta la comercialización de las harinas de calidad 000 y 0000 en la atención directa a diferentes cadenas de supermercados.

El cambio de planta permitiría producir unas 10.000 toneladas de harina al mes y, en poco tiempo más, llegar a un promedio mensual de 15.000 toneladas mensuales.

Desarrollos recientes

Recientemente puso en marcha, por primera vez en Sudamérica, un sistema turbo clasificador que produce harinas especiales a partir de regulares, originalmente bajo licencia de "The Pillsbury Co.", Minneapolis, Minnesota, EE.UU

DESCRIPCIÓN DE LA GERENCIA

Jorge Gerónimo de Achaval – Presidente
José Antonio Morixe – Vicepresidente
José Antonio Durini – Director
José Antonio López – Director de Ventas
Guillermo López Naguil – Gerente de Administración y Finanzas
Angel Vicente Watson – Director de Recursos Humanos
Alejandro López Naguil – Director de Producción
Haydee La Rur – Jefe de Sistemas
Miembros del Consejo de Administración:

- Jorge Joaquín Sauri
- Oscar Emilio Rovito
- Rafael José Giambartolomei
- Carme Prusak

ANÁLISIS DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIA

Principales accionistas:

Durini Antonio Bernabe
Durini Maria Victoria C.
Durini Hugo Ignacio
Durini Jose Antonio
Durini María de los Ángeles
Durini María Lelia Morixe de
Durini María Lelia Rosario
Durini Pablo María
Morixe María Ofelia
Morixe Anibal Jose I.
Morixe Anibal Ramón
Morixe Francisco Julio
Morixe Ignacio Jerónimo
Morixe José Antonio
Morixe Marina María
Olcese Adriana Ester
Guillermo López Naguil

Cantidad total de acciones: 9.800.000

- Grupo controlante: **5.192.794 - 53%**
 - Familia Durini
 - Familia Morixe
 - Olcese Adriana Ester
 - Guillermo López Naguil

Free float. 47%

ANÁLISIS DE RIESGOS

- La alta variabilidad climática, el conflicto con el campo y la intervención del gobierno en los mercados para bajar el precio son alarmas latentes que puede llegar a afectar la cosecha interna de trigo. Sin embargo esta última cosecha lograra asegurar el abastecimiento interno de trigo de acuerdo a las políticas implementadas por el gobierno. Pero si la tendencia es a la caída de estos volúmenes y la intensificación de la sequías y el cambio en la utilización de los campos por actividades mas rentables para los productores puede llegar a poner en peligro aun mas las cosechas para los próximos años, ya que podría presentarse el caso en que no se logre abastecer la demanda interna teniendo que recurrir a las importaciones a precios internacionales.
- Problemas de liquidez debido a los días de cobranza que se han incrementado por efecto de las compensaciones del ONCCA, sin embargo, al reducirse el precio del trigo internacional hace que estas compensaciones disminuyan y sea menor el valor a cobrar por compensaciones.

- Un riesgo a considerar para este año sería un crecimiento menor de las ventas debido a la fuerte caída en el consumo interno, aunque se considera un bien inferior las harinas y los productos farináceos tales como pastas, se puede ver una caída general en las ventas.

ANÁLISIS HISTÓRICO Y PROYECCIONES ECONÓMICO FINANCIERAS.

Supuestos operativos El crecimiento de las ventas se proyecta en base a la elasticidad del crecimiento de las mismas con respecto a la evolución del PBI de los últimos 10 años. Para la proyección del crecimiento de las ventas en los próximos 4 años hemos aplicado la elasticidad promedio de los últimos 10 años al PBI proyectado.

	0	1	2	3	4
Crecimiento Real de las Ventas	-14%	3%	13%	17%	17%
Inflación	15,00%	15,50%	7,10%	6,30%	6,00%

Cuentas a cobrar (Créditos Comerciales): Va a caer por necesidades de caja. Luego se incrementará para ir recuperando la misma posición y ventajas de mejores negocios en el otorgamiento de créditos. Los días de cobro de los créditos por ventas se mantendrán en un promedio de los 40 días, que resulta prudente respecto a los datos normales de años anteriores.

Cuentas a pagar (Deudas Comerciales): Por una necesidad de liquidez inmediata de los proveedores y gradualmente recupera la posición inicial. Los días de pago de las deudas se mantendrán en un promedio de los 80 días, que es lógico respecto a los datos normales de años anteriores.

CMV/Ventas: Suponemos que llevan una buena política de compras y stock donde la fluctuación del precio impacta lo menos posible en el CMV.

La nueva planta de Benito Juárez (reinaugurada en Julio 2009) cuenta con tecnología y maquinaria que permitirá mejorar la eficiencia en la producción, pudiendo así reducir los costos de operativos e incrementar el margen bruto.

Los días de stock de sus inventarios se mantendrán en un promedio de los 45 días, suponiendo que llevarán una política que optimice el stock y reduzca sus costos por baja rotación.

El resto de los rubros suponemos que van a mantenerse constantes en relación a las ventas según el periodo actual.

Supuestos					
	0	1	2	3	4
Otras Ctas Cobrar no Ctes/Ventas	3%	3%	3%	3%	3%
Otras Deudas LP/Ventas	5%	5%	5%	5%	5%
CMV/Ventas	79%	78,5%	78,5%	78,5%	78,5%
Gs. Gen. y Adm./Ventas	10%	11%	11%	11%	11%

Supuestos financieros Actualmente la deuda financiera de corto plazo no es significativa en relación a las ventas por lo que suponemos que van a mantenerse en la misma relación.

Respecto a la deuda financiera de largo plazo la compañía decidió desde el año 2003 financiarse con su propio capital.

Con respecto a la política de dividendos propuesta por el directorio decide no distribuir dividendos, asumimos que mantendrán esta decisión así como la reinversión total de sus utilidades.

Supuestos					
	0	1	2	3	4
DFCP/Ventas	2%	2%	2%	2%	2%
Dividendos	0%	0%	0%	0%	0%

Supuestos de inversión Se deberá mantener una política del CAPEX suficiente para mantener la tecnología y maquinaria instalada recientemente, y poder lograr y mantener la eficiencia en la producción y menores costos operativos.

Supuestos					
	0	1	2	3	4
AF/Ventas	15%	14%	12%	10%	9%
Tasa de Depreciación	7,24%	7,41%	7,45%	7,49%	7,51%

FUENTES DE INFORMACIÓN

Dirección Nacional de Alimentos <http://www.alimentosargentinos.gov.ar>, Federación Argentina de la Industria Molinera <http://www.faim.org.ar>, Comisión Nacional de Valores <http://www.cnv.gov.ar>, BOLSAR <http://www.bolsar.com>, FAO <http://www.fao.org>, El sitio Agrícola <http://www.elsitioagricola.com>, El rincón del Molinero <http://www.trigopan.com.ar>, ONCCA, Yahoo Finance, Secretaría de agricultura ganadería pesca y alimentos <http://www.sagpya.mecon.gov.ar/>, Bolsa de Cereales de Buenos Aires www.bolcereales.com.ar, INDEC <http://www.indec.mecon.ar>, Fondo Monetario Internacional (FMI) <http://www.imf.org>, Ministerio de Economía y Finanzas Públicas – Argentina www.mecon.gov.ar, Revista Fortuna, Diario La Nación. INAI. Bloomberg <http://www.bloomberg.com>

Estados contables históricos y proyectados.

ESTADO FINANCIERO MORIXE HNOS. S.A.C.I.
(En Pesos Argentinos)

SITUACION PATRIMONIAL	Anuales								
	31/05/1999	31/05/2000	31/05/2001	31/05/2002	31/05/2003	31/05/2004	31/05/2005	31/05/2006	31/05/2007
Activo Total	38.649.206	37.640.107	20.027.357	20.834.722	20.322.246	19.846.518	20.561.270	25.292.239	34.817.728
Activo Corriente	18.049.990	17.401.344	10.391.382	4.575.453	5.001.540	5.983.505	8.667.963	13.674.595	20.766.299
Efectivo	393.751	274.167	215.465	170.762	527.265	578.925	663.173	851.869	1.018.620
Inversiones CP	1.219.500	595.927	64.030	13.424	393.384	12.151	12.428	11.899	12.769
Creditos por Ventas CP	8.180.185	10.037.994	5.254.279	2.316.764	877.730	1.335.981	2.093.651	2.957.835	5.453.418
Otras Cuentas por Cobrar CP	5.989.982	3.140.434	1.507.834	1.158.118	1.607.575	2.118.299	3.011.398	3.108.130	6.592.675
Existencias	2.266.572	3.352.822	3.349.774	916.385	1.595.586	1.938.149	2.887.313	6.744.862	7.688.817
Activo no Corriente	20.599.216	20.238.763	9.635.975	16.259.269	15.320.706	13.863.013	11.893.307	11.617.644	14.051.429
Otras Cuentas por Cobrar LP	367.608	1.043.965	894.563	1.008.813	1.469.685	1.141.556	1.272.444	1.415.728	4.637.096
Inversiones Permanentes (LP)	9.500.780	3.831.920	1.250.495	1.939.824	1.795.238	1.611.461	448.303	851.415	780.693
Intangibles	417.772	389.048	360.324	729.232	671.253	613.273	555.292	497.312	439.332
Activos Fijos	10.313.056	14.973.830	7.130.893	12.581.400	11.384.530	10.496.723	9.617.268	8.853.189	8.194.308
Pasivo + Patrimonio Neto + Part. 3ros. Y Soc. Cont.	38.649.206	37.820.107	20.027.357	20.834.722	20.322.246	19.846.518	20.561.270	25.292.239	34.817.728
Pasivo Total	25.558.078	29.621.821	10.212.367	16.051.813	17.363.653	16.192.425	17.386.952	19.644.073	18.180.500
Pasivo Corriente	6.914.763	17.017.158	9.335.219	13.176.903	14.840.080	14.586.598	16.116.116	17.503.998	16.808.819
Proveedores CP	3.303.528	5.415.906	5.068.696	5.068.890	5.883.205	4.855.420	9.057.247	12.412.730	11.980.812
Deudas Financieras CP	2.548.589	9.729.011	1.311.115	2.284.457	2.131.528	3.000.829	1.562.432	1.561.789	1.249.865
Impuestos a Pagar CP	335.512	910.256	1.174.446	3.674.691	4.706.977	5.193.089	3.905.392	1.799.426	1.522.080
Rem un y Cargas Soc CP	457.611	652.958	749.804	1.909.792	1.708.216	1.244.361	1.239.470	1.333.057	953.719
Otros Pasivos CP (Anticipo de Clientes+ Alq. Difer.)	269.523	309.027	394.158	239.073	410.154	292.899	351.575	396.996	1.102.343
Pasivo no Corriente	18.643.315	12.604.663	877.148	2.874.910	2.523.573	1.605.827	1.270.836	2.140.075	1.371.681
Deudas Financieras LP	17.923.000	12.511.103	218.800	953.281	632.332	0	0	0	0
Deudas Sociales y Fiscales LP	720.315	93.560	658.348	1.921.629	1.891.241	1.605.827	1.270.836	2.140.075	1.371.681
Interes Minoritario	453.194	453.194	400.016	543.491	433.291	437.298	-310.831	410.333	410.594
Patrimonio Neto	13.091.128	7.745.092	9.414.974	4.239.418	2.524.602	3.216.795	3.485.149	5.237.833	16.226.634

ESTADO FINANCIERO MORIXE HNOS. S.A.C.I.
(En Pesos Argentinos)

ESTADO DE RESULTADOS	Anuales								
	31/05/1999	31/05/2000	31/05/2001	31/05/2002	31/05/2003	31/05/2004	31/05/2005	31/05/2006	31/05/2007
Ingresos Operacionales	34.162.067	31.801.320	34.862.944	22.869.410	14.726.198	15.273.985	26.214.865	31.089.248	42.569.777
<i>Crecimiento %</i>		-6,9%	9,6%	-34,4%	-35,6%	3,7%	71,6%	18,6%	36,9%
Costo de Ventas	29.978.973	25.520.549	30.019.867	21.663.885	13.763.867	12.231.749	23.418.002	25.226.911	35.375.716
Resultado Bruto	4.183.094	6.280.771	4.843.077	1.205.525	962.331	3.042.236	2.796.863	5.862.337	7.194.061
Margen Bruto - Contribución Marginal	12,2%	19,8%	13,9%	5,3%	6,5%	19,9%	10,7%	18,9%	16,9%
Gastos Administrativos	3.522.269	3.727.475	3.207.298	4.693.228	1.928.008	2.362.159	2.686.679	2.458.065	2.494.541
Gastos de Comercialización	2.646.310	2.801.392	6.702.818	5.633.876	1.220.264	697.521	1.405.134	1.427.509	1.790.979
Result Operativo EBIT	-1.985.485	-248.096	-5.067.039	-9.121.579	-2.185.941	-17.444	-1.294.950	1.976.763	2.908.541
Margen Operativo	-5,8%	-0,8%	-14,5%	-39,9%	-14,8%	-0,1%	-4,9%	6,4%	6,8%
Crecimiento EBIT		87,5%	-194,24%	-174,4%	62,8%	99,2%	-4225,3%	228,7%	7,5%
Efectos de la Financiación									
Generados por Activos	-1.282.922	-1.298.490	-125.733	-6.025.254	-1.321.692	216.850	-314.853	486.641	499.538
Generados por Pasivos	-2.634.025	-3.490.200	-619.484	1.900.977	627.807	-1.129.942	-40.928	-875.060	-714.139
Resultado inversiones permanentes	-1.374.507	-490.989	-33.558	-9.4012	55.577	-19.903	-155.982	-12.1969	0
Resultado Soc. Controladas en Soc. Controlante	0	685	-134	0	0	-252	-274	98	-869
Interes Minoritario	0	50.038	53.311	329.083	108.974	-50.58	-19.680	46.625	609
Otros Ingresos (Gastos)	72.774	240.513	932.652	-3.454.445	1.000.459	1.647.942	2.095.021	239.586	8.539.623
Resultado antes Impuestos	-7.204.165	-5.236.538	-4.860.005	-16.465.232	-1.714.816	692.194	268.312	1.752.686	11.233.303
Impuesto a las Ganancias	-9.349	-3.834	-3.834	0	0	0	0	0	-244.502
Ganancia / Pérdida Neta	-7.204.165	-5.245.887	-4.863.839	-16.465.232	-1.714.816	692.194	268.312	1.752.686	10.988.801
Margen Neto	-21,1%	-16,5%	-14,0%	-72,0%	-11,6%	4,5%	1,0%	5,6%	25,8%
Tasa Marginal de Impuesto a las Ganancias	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,2%
Cantidad de Acciones Ordinarias	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000
Resultado por Acción Ordinaria	-0,7351	-0,5353	-0,4963	-1,6801	-0,1750	0,0706	0,0274	0,1788	1,1213
PER (Price Earning Ratio)									
Capitalización Bursatil									

Estados contables históricos y proyectados.

Balance en ARS					
	0	1	2	3	4
Activo Total	\$45.255.448	\$56.975.127	\$69.326.050	\$86.339.613	\$108.419.407
Activo Corriente	\$33.015.660	\$44.716.202	\$56.137.125	\$72.145.178	\$93.142.972
Caja	\$628.935	\$1.019.791	\$1.238.483	\$1.535.585	\$1.898.585
Inversiones CP	\$10.520	\$5.831.379	\$8.913.549	\$13.593.071	\$20.749.606
Bienes de Cambio	\$8.798.785	\$9.823.377	\$11.929.976	\$14.791.874	\$18.288.557
Creditos por ventas	\$8.931.597	\$10.780.112	\$13.091.880	\$16.232.509	\$20.069.748
Otras Ctas a cobrar ctes	\$12.577.885	\$14.822.654	\$18.001.335	\$22.319.700	\$27.595.903
Otras Ctas a cobrar no ctes	\$2.067.938	\$2.438.889	\$2.961.903	\$3.672.438	\$4.540.573
Activo Fijo Neto	\$11.058.925	\$12.258.925	\$13.188.925	\$14.194.435	\$15.276.435
Pasivo Total	\$19.973.777	\$27.224.732	\$33.341.774	\$41.420.983	\$51.199.083
Pasivo Corriente	\$18.762.042	\$23.400.675	\$28.697.657	\$35.662.782	\$44.079.689
Cuentas a Pagar	\$11.827.285	\$14.657.445	\$17.989.692	\$22.360.047	\$27.636.637
Deuda Financiera CP	\$640.038	\$1.780.943	\$2.162.862	\$2.681.713	\$3.315.649
Otras Deudas CP	\$6.294.719	\$6.962.286	\$8.545.104	\$10.621.022	\$13.127.403
Pasivo No Corriente	\$1.211.735	\$3.824.058	\$4.644.117	\$5.758.201	\$7.119.395
Deuda Financiera LP	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Otras Deudas LP	\$1.211.735	\$3.824.058	\$4.644.117	\$5.758.201	\$7.119.395
Interes Minoritario	\$957.757	\$1.105.045	\$1.342.019	\$1.663.958	\$2.057.305
Patrimonio Neto	\$24.323.914	\$28.645.350	\$34.642.257	\$43.254.672	\$55.163.019
Pasivo + PN	\$45.255.448	\$56.975.127	\$69.326.050	\$86.339.613	\$108.419.407

Estado de Resultados en ARS					
	0	1	2	3	4
Ventas	\$68.441.898	\$81.296.299	\$98.730.087	\$122.414.585	\$151.352.435
Costo de Ventas	(\$54.022.374)	(\$63.817.594)	(\$77.503.118)	(\$96.095.450)	(\$118.811.662)
Gs. Generales y Adm.	(\$8.886.518)	(\$10.263.928)	(\$11.392.960)	(\$12.646.186)	(\$14.037.267)
Depreciaciones	(\$886.356)	(\$986.824)	(\$1.051.924)	(\$1.122.309)	(\$1.198.049)
EBIT	\$4.646.650	\$6.227.952	\$8.782.085	\$12.550.640	\$17.305.458
Mg EBIT	7%	8%	9%	10%	11%
Otros Ingresos y Egresos no Operativos					
Intereses Pagados	(\$230.996)	(\$99.999)	(\$278.253)	(\$337.924)	(\$418.989)
EBT	\$4.415.654	\$6.127.953	\$8.503.832	\$12.212.717	\$16.886.469
Impuesto _{EBT}	(\$1.301.732)	(\$1.806.517)	(\$2.506.925)	(\$3.600.302)	(\$4.978.122)
Resultado Neto	\$3.113.922	\$4.321.436	\$5.996.907	\$8.612.415	\$11.908.348
Dividendos	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
Ganancias Retenidas	\$3.113.922	\$4.321.436	\$5.996.907	\$8.612.415	\$11.908.348
Ahorro impositivo por intereses	(\$68.097)	(\$29.480)	(\$82.029)	(\$99.620)	(\$123.518)
EBIT	\$4.646.650	\$6.227.952	\$8.782.085	\$12.550.640	\$17.305.458
Free Cash Flow	\$22.088.254	\$5.210.611	\$6.648.806	\$8.214.572	\$9.923.120
EPS	\$ 0,32	\$ 0,44	\$ 0,61	\$ 0,88	\$ 1,22

Costo del Capital					
	0	1	2	3	4
K_{DCP}	15,62%	15,62%	15,62%	15,62%	15,62%
K_{DLP}					
K_D	15,6239%	15,6239%	15,6239%	15,6239%	15,6239%
K_E	24,3807%	24,4164%	24,4161%	24,4158%	24,4148%
WACC	24,1917%	23,9976%	23,9981%	23,9996%	24,0051%
$WACC_{AI}$	24,2568%	24,1415%	24,1418%	24,1427%	24,1459%
% _D	1,41%	3,13%	3,12%	3,11%	3,06%
% _E	98,59%	96,87%	96,88%	96,89%	96,94%
rf	2,76%	2,76%	2,75%	2,75%	2,75%
rm - rf	8,33%	8,33%	8,34%	8,34%	8,34%
τ_L	0,97486	0,97915	0,97913	0,97910	0,97898
% _{DCP}	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
% _{DLP}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

NO F	may-08	may-09	may-10	may-11	may-12	may-13
Activo Corriente	\$31.998	\$30.948	\$42.277	\$53.175	\$68.473	\$88.602
- Caja	(\$847)	(\$629)	(\$1.020)	(\$1.238)	(\$1.536)	(\$1.899)
- Inversiones	(\$11)	(\$11)	(\$5.831)	(\$8.914)	(\$13.593)	(\$20.750)
ICP	(\$174.274)	(\$217.660)	\$6.211.715	\$3.300.862	\$4.976.624	\$7.519.535
Pasivo Corriente	\$19.178	\$18.762	\$23.401	\$28.698	\$35.663	\$44.080
- Deuda Financiera	(\$1.478)	(\$640)	(\$1.781)	(\$2.163)	(\$2.682)	(\$3.316)
NO F	\$13.441	\$12.186	\$13.806	\$16.488	\$20.363	\$25.190
Variación	\$9.265	(\$1.255)	\$1.620	\$2.682	\$3.875	\$4.827
Flujo de Fondos	(\$9.265)	\$1.255	(\$1.620)	(\$2.682)	(\$3.875)	(\$4.827)
NO F/Ventas	19,9%	17,8%	17,0%	16,7%	16,6%	16,6%
NO F/Activos	30,5%	26,9%	24,2%	23,8%	23,6%	23,2%
Var NO F	221,9%	-9,3%	13,3%	19,4%	23,5%	23,7%
Activo Total	\$44.054	\$45.255	\$56.975	\$69.326	\$86.340	\$108.419
	26,5%	2,7%	25,9%	21,7%	24,5%	25,6%
Ventas	\$67.489	\$68.442	\$81.296	\$98.730	\$122.415	\$151.352
CMV	(\$55.100)	(\$54.069)	(\$65.850)	(\$79.971)	(\$99.156)	(\$122.595)
% (Margen Bruto)	81,6%	79,0%	81,0%	81,0%	81,0%	81,0%
Crec. Ventas	58,5%	1,4%	18,8%	21,4%	24,0%	23,6%
Cuentas x Cobrar	\$9.176	\$8.932	\$10.780	\$13.092	\$16.233	\$20.070
Otras Ctas. x Cobrar	\$14.525	\$12.578	\$14.823	\$18.001	\$22.320	\$27.596
Stock	\$7.439	\$8.799	\$9.823	\$11.930	\$14.792	\$18.289
Cuentas x Pagar	\$15.097	\$11.827	\$14.657	\$17.990	\$22.360	\$27.637
Otras Ctas. x Pagar	\$2.603	\$6.295	\$6.962	\$8.545	\$10.621	\$13.127
Días Ctas. A Cob.	41	39	40	40	40	40
Días O. Ctas. A Cob.	65	55	55	55	55	55
Total Días Cob.	106	95	95	95	95	95
Días de Stock	49	59	45	45	45	45
Compras	\$54.851	\$55.429	\$66.875	\$82.078	\$102.018	\$126.092
Días Ctas. A Pag.	83	64	80	80	80	80
Días O. Ctas. A Pag.	14	34	38	38	38	38
Total Días Pago	97	99	118	118	118	118
Ciclo Operativo	155	154	140	140	140	140
Ciclo Financiero	58	56	22	22	22	22
CAPEX		\$3.102.102	\$1.200.000	\$930.000	\$1.005.510	\$1.082.000

Valor de la Empresa - Free Cash Flow @ WACC en ARS					
	0	1	2	3	4
EBIT	\$4.415.654	\$6.127.953	\$8.503.832	\$12.212.717	\$16.886.469
Depreciación	\$886.356	\$986.824	\$1.051.924	\$1.122.309	\$1.198.049
Impuestos _{EBIT}	(\$1.369.830)	(\$1.835.997)	(\$2.588.954)	(\$3.699.922)	(\$5.101.639)
Δ Capital de Trabajo Neto	\$1.255.007	(\$1.620.148)	(\$2.681.984)	(\$3.874.620)	(\$4.827.153)
Δ Activos Fijos (CAPEX)	(\$3.102.102)	(\$1.200.000)	(\$930.000)	(\$1.005.510)	(\$1.082.000)
Free Cash Flow	\$2.085.085	\$2.458.632	\$3.354.818	\$4.754.975	\$7.073.726
Valor Terminal					\$56.651.098
VA	\$33.612.588	\$39.220.161	\$45.277.428	\$51.388.877	\$56.651.098
Inversiones Transitorias	\$10.520	\$5.831.379			
DF	\$640.038	\$1.780.943	\$2.162.862	\$2.681.713	\$3.315.649
E	\$32.983.070	\$43.270.597	\$43.114.566	\$48.707.164	\$53.335.449
# Acciones	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000	9.800.000
P	\$3,37	\$4,42			
Precio de la Accion al 26/01/2010: \$ 4,10					